

Il project finance

Lorenzo Faccincani

Il project finance: definizione

- ▶ Il project finance è un'operazione di finanziamento di una particolare unità economica nella quale un finanziatore è soddisfatto di considerare, sin dallo stadio iniziale, i flussi di cassa dell'unità in oggetto come la sorgente di fondi che consentirà il rimborso del prestito e le attività dell'unità economica in oggetto come garanzia collaterale del prestito.

Il project finance: aspetti caratterizzanti

- ▶ Il debitore è una società progetto, definita Special Purpose Vehicle (d'ora in poi SPV) o società veicolo, costituita ad hoc e indipendente sia economicamente sia giuridicamente dagli sponsor, i quali promuovono l'iniziativa, apportano equity e beneficiano degli utili che verranno eventualmente prodotti.
- ▶ I finanziatori godono solo di ricorso limitato, o talvolta non hanno addirittura alcuna possibilità di ricorso, nei confronti degli sponsor successivamente al completamento del progetto.

Il project finance: aspetti caratterizzanti

- ▶ I rischi associati al progetto vengono allocati in maniera appropriata tra tutti i soggetti interessati all'operazione tramite processi di negoziazione di contratti commerciali e finanziari.
- ▶ Il flusso di cassa dell'iniziativa deve essere sufficiente per dare copertura alle uscite per i pagamenti dei costi operativi e il rimborso e la remunerazione del prestito ottenuto.
- ▶ Vi sono garanzie reali che vengono rilasciate dagli sponsor ai finanziatori a valere sugli introiti e sugli assets del progetto.

Il project finance

- ▶ In condizioni normali, un'impresa funzionante che desidera avviare un nuovo progetto di investimento finanzia il progetto on balance (corporate finance based lending).
- ▶ Vi sono tuttavia dei casi in cui è preferibile una logica project finance based lending (progetti di dimensione rilevante e con alto rischio).

Il project finance: i creditori

- ▶ L'elemento peculiare che distingue la finanza di progetto da un tradizionale credito erogato a un'impresa è riconducibile alla circostanza che i flussi positivi e negativi oggetto di valutazione si riferiscono a un singolo progetto; non si può pertanto avere quella diversificazione che nel caso di finanziamento corporate permette invece di realizzare un'attenuazione del rischio per i creditori.

Il project finance privato e pubblico

- ▶ Il project finance è nato come una tecnica che coinvolgeva prevalentemente soggetti del settore privato.
- ▶ Nel corso degli anni questo schema contrattuale si è sempre più esteso a iniziative nelle quali il settore pubblico ha assunto un ruolo importante.
- ▶ L'intervento del settore privato nell'ambito delle opere pubbliche è denominato PPP (Public-Private Partnership).

Il project finance pubblico

- ▶ Il ruolo dell'entità pubblica nell'ambito di interventi di project finance si fonda su un contratto di concessione (concession agreement) che prevede due possibili alternative:
 - a) la prima è che il soggetto privato costruisca un'opera il cui uso è diretto alla stessa pubblica amministrazione;
 - b) la seconda è che la concessione riguardi la realizzazione di un'opera pubblica il cui prodotto/servizio verrà acquistato direttamente dal pubblico.

Il project finance pubblico

- ▶ Esistono diverse tipologie di concessione:
 - il BOT (Build, Operate, Transfer), con il quale la SPV ha l'obbligo di costruire, gestire fino al recupero dell'investimento iniziale e, quindi, cedere l'opera all'ente pubblico concedente;
 - il BOO (Build, Operate, Own), il quale prevede invece il mantenimento della proprietà da parte del concessionario alla conclusione del rapporto.

Il project finance pubblico

Si distinguono:

- ▶ progetti dotati di una intrinseca capacità di generare reddito attraverso i ricavi da utenza, ovvero iniziative, effettuabili ad esempio nel settore dei trasporti, dell'energia e delle telecomunicazioni, capaci di produrre ricavi commerciali prospettici certi che consentono di recuperare integralmente i costi di investimento (c.d. opere calde);
- ▶ progetti che richiedono una contribuzione pubblica, in quanto i ricavi commerciali di utenza non sono sufficienti per generare adeguati ritorni economici. L'erogazione del contributo è giustificata dal fatto che la realizzazione dell'infrastruttura produce rilevanti esternalità positive in termini di benefici sociali (c.d. opere tiepide);

Il project finance pubblico

- ▶ progetti in cui il soggetto privato fornisce direttamente servizi alla pubblica amministrazione: si tratta di opere pubbliche, quali carceri, ospedali e scuole, per le quali il partner privato trae la remunerazione, in maniera esclusiva o principale, dai pagamenti effettuati dalla Pubblica Amministrazione o da Enti locali (c.d. opere fredde).

L'operazione di project finance

- ▶ Nella fase iniziale vi è il contatto tra gli sponsor e i consulenti legali e finanziari.
- ▶ Con i propri legali, gli sponsor procedono all'organizzazione della SPV, alla stesura del suo atto costitutivo e dello statuto e alla negoziazione dei patti che legano gli sponsor l'uno all'altro.
- ▶ Si possono identificare quattro tipologie di sponsor:
 - a) sponsor industriale che considera l'iniziativa un progetto funzionale al suo core business;
 - b) sponsor industriale costruttore di impianti interessato a partecipare all'iniziativa anche conferendo capitali di rischio;
 - c) investitore finanziario puro; e
 - d) sponsor pubblico.

I soggetti partecipanti all'operazione

- ▶ Un'operazione di project finance è sempre rappresentabile come un network contrattuale che ha al proprio centro la SPV. Ciascuna controparte stipula contratti con la società veicolo in relazione a specifiche fasi o parti del progetto.

Gli operatori industriali

- ▶ Sono coinvolti nel progetto i seguenti operatori industriali:
 - il costruttore;
 - il gestore;
 - gli acquirenti; e
 - i fornitori.

Il ruolo delle banche

- ▶ Le banche possono ricoprire diversi ruoli in diverse fasi dell'operazione:
 - lending;
 - advisory;
 - arranging della struttura dei finanziamenti;
 - altri ruoli.

L'advisory

- ▶ L'attività di advisory è rappresentata dall'insieme di studi e analisi che consentono una valutazione preventiva della fattibilità finanziaria del progetto, nonché il disegno di una prima ipotesi di modalità di reperimento dei fondi necessari per il sostegno della SPV.
- ▶ L'attività di advisory comporta:
 - la comprensione degli obiettivi degli sponsor;
 - la valutazione dei rischi insiti nel progetto;
 - l'assistenza ai promotori nella redazione e nella negoziazione dei principali contratti relativi al progetto;

CONTINUA

L'advisory

- l'assistenza ai promotori nella certificazione di tutti i permessi, licenze e autorizzazione ottenuti;
- l'assistenza agli sponsor nella stesura del business plan o la revisione di quanto essi abbiano già elaborato; e
- l'evidenziazione dei problemi che gli sponsor non hanno considerato e che devono essere risolti per assicurare il buon fine dell'operazione.

L'arranging

- ▶ L'arranging consiste nell'ottenimento del mandato del prenditore di fondi (la SPV) a strutturare e gestire il contratto di finanziamento. L'arranger deve essere in grado di contattare il più alto numero di banche interessate a partecipare all'operazione e deve svolgere un'attività di coordinamento nei confronti di tutti i lenders.

Altri ruoli ricoperti dalle banche

- ▶ Lead manager, manager e co-manager: si tratta di banche che erogano una quota parte del finanziamento strutturato dall'arranger. La differenza tra le diverse categorie risiede nell'importo di partecipazione;
- ▶ Participant: si tratta di banche che prestano una quota inferiore alla soglia di lending commitment;
- ▶ Documentation bank: è la banca responsabile della corretta stesura dei documenti relativi al prestito in ossequio a quanto concordato tra prenditore di fondi e arranger in sede di attribuzione del mandato;
- ▶ Agent bank: è la banca che si occupa della gestione dei flussi di incasso e pagamento della SPV durante la vita operativa del progetto.

La struttura delle commissioni

- ▶ È da considerare che le componenti di costo commissionale sostenute dagli sponsor sono fondamentalmente due: il compenso per l'attività di advisory e quello per l'attività di arranging.
- ▶ Ogni banca partecipante all'operazione riceve dall'arranger una parte delle commissioni pagate dagli sponsor in funzione dei ruoli ricoperti nel pool.

Il compenso per l'attività di advisory

- ▶ I compensi corrisposti dagli sponsor per l'attività di advisory si articola in una parte destinata alla copertura del costo sostenuto dall'advisor durante la fase di studio e di elaborazione della proposta (retainer fee) e in una parte, decisamente più consistente, che viene pagata solo in caso di successo dell'operazione (success fee).

Il compenso per l'attività di arranging

- ▶ Per l'attività compiuta per la strutturazione definitiva del finanziamento, gli sponsor riconoscono una commissione di arranging (arranging fee). In alcuni casi è previsto anche il versamento di somme a titolo di retainer fee, ma questa circostanza non è frequente.
- ▶ La commissione di arranging può riguardare il compenso per il puro arranging o il compenso per l'attività di arranging e underwriting.

I compensi ai partecipanti e alla banca agente

- ▶ Alle banche partecipanti (lead manager, manager e co-manager) viene riconosciuta una up front management fee sull'importo di finanziamento assunto da ciascuna di esse.
- ▶ I partecipanti hanno diritto a ottenere una commissione di impegno (commitment fee) calcolata sulla quota impegnata ma non utilizzata.
- ▶ La banca agente viene ricompensata con il pagamento di un importo fisso (agency fee), il cui importo è funzione del numero di banche partecipanti al sindacato.

I rischi dell'operazione

- ▶ Il processo di risk management si basa su due passaggi strettamente interconnessi:
 - l'identificazione dei rischi;
 - l'allocazione dei rischi ai soggetti meglio adatti ad assicurarne la copertura.

L'identificazione dei rischi

RISCHI NELLA FASE DI COSTRUZIONE	Pianificazione delle attività
	Rischio tecnologico
	Rischio di costruzione/completamento
RISCHI DELLA FASE OPERATIVA	Rischio di mercato
	Rischio di approvvigionamento
	Rischio operativo
RISCHI COMUNI	Ambientale
	Inflazione
	Amministrativo
	Politico
	Paese
	Legale
	Credito

L'allocazione dei rischi

- ▶ L'allocazione dei rischi può avvenire tramite i seguenti contratti:
 - Turnkey agreement;
 - Take or Pay agreement;
 - Put or Pay agreement; e
 - Operations and Maintenance agreement.

I rischi finanziari del progetto: il rischio di tasso di interesse

- ▶ Il rischio di oscillazione dei tassi di interesse è una costante nelle operazioni di project finance. La concessione del credito avviene sempre a tasso rivedibile in considerazione della durata protratta delle iniziative.
- ▶ È necessario valutare la sostenibilità di variazioni avverse nel valore del servizio del debito, causata da un rialzo dei tassi di interesse, da parte dei flussi di cassa operativi.

I rischi finanziari del progetto: il rischio di cambio

- ▶ Il rischio di cambio sorge nel momento in cui alcuni flussi finanziari del progetto sono denominati in valuta diversa dalla moneta di conto della SPV.
- ▶ Ciò accade frequentemente nei progetti internazionali in cui costi e ricavi sono regolate in valute diverse: può tuttavia verificarsi anche nei progetti domestici se una controparte desidera fatturare la società veicolo in valuta straniera.

La sostenibilità finanziaria dell'operazione

- ▶ Il documento utilizzato per la valutazione della sostenibilità finanziaria dell'operazione è il piano economico-finanziario. Tale piano ha come supporto di dati:
 - il business plan, cioè la previsione che comprende il piano di investimenti e la stima dei margini operativi e dei relativi flussi di cassa;
 - il piano di copertura finanziaria che riguarda le scelte di struttura del capitale compiute per dare copertura al fabbisogno finanziario;
 - l'analisi di sensitività.

La previsione dei flussi di cassa

- ▶ Per progettare efficacemente un'iniziativa di project finance l'advisor deve preventivamente individuare le componenti operative del flusso di cassa del progetto, cioè la differenza tra entrate e uscite prima dell'inclusione nei cash flow statements delle componenti di natura finanziaria. Tale differenza viene definita flusso di cassa operativo.

La struttura del flusso di cassa operativo

(+)	Ricavi monetari caratteristici
(-)	Costi per acquisti input
(-)	Costi per manutenzioni e riparazioni
(-)	Costi per assicurazioni
(-)	Imposte
(=)	FLUSSO NETTO DI CIRCOLANTE DELLA GESTIONE CORRENTE (working capital flow)
(+/-)	Variazioni delle poste di circolante
(-/+)	Investimenti/disinvestimenti in immobilizzazioni
(=)	Flusso di cassa operativo netto d'imposta



La destinazione del flusso di cassa operativo

FLUSSO DI CASSA OPERATIVO NETTO D'IMPOSTA

(-)	Interessi passivi
(-)	Rimborso del capitale
(=)	Flusso di cassa disponibile
(-/+)	Accantonamento/prelievo a/da reserve account
(=)	Dividendi agli sponsors

Individuazione del mix debito-capitale sostenibile

- ▶ Preso atto delle variabili che sono alla base del cash flow operativo, dei rischi del progetto e delle relative coperture, viene ipotizzata una definita struttura di capitale; tale ipotesi viene “immessa” nell’ambito dei modelli di simulazione finanziaria.
- ▶ Se la debt capacity è maggiore dei debt requirements l’ipotesi di struttura del capitale è qualificata come fattibile, altrimenti viene scartata.

Individuazione del mix debito-capitale sostenibile

- ▶ Uno dei criteri di selezione della struttura finanziaria del progetto è la sua idoneità a soddisfare le richieste degli azionisti della SPV in termini di Internal Rate of Return (IRR).
- ▶ Inoltre il mix debito/capitale deve soddisfare gli interessi dei finanziatori in termini di IRR.
- ▶ Deve infine soddisfare i cover ratios.

I cover ratios

- ▶ I cover ratios sono indicatori di fattibilità finanziaria: essi consentono di apprezzare la sostenibilità di una prescelta struttura finanziaria (e dei connessi pagamenti relativi al rimborso dei finanziamenti) per la realizzazione di un project finance.
- ▶ Si individuano due cover ratios:
 - Debt Service Cover Ratio;
 - Loan Life Cover Ratio.

Il Debt Service Cover Ratio

- ▶ Il Debt Service Cover Ratio, per ognuno degli anni della fase operativa di gestione del progetto, è pari al rapporto tra il flusso di cassa operativo e il servizio del debito per quota capitale e quota interessi.
- ▶ Il significato di tale indice è immediato: in uno qualsiasi degli esercizi di fase operativa, le risorse finanziarie generate dal progetto – rappresentate dal numeratore – devono essere in grado di coprire il servizio del debito nei confronti dei finanziatori.

Il Loan Life Cover Ratio

- ▶ Il Loan Life Cover Ratio rappresenta il quoziente tra la somma attualizzata dei flussi di cassa operativi tra l'istante di valutazione (s) e l'ultimo anno per il quale è previsto il rimborso del debito ($s+n$), a cui viene aggiunta la Debt Reserve disponibile, e il debito residuo (Outstanding) allo stesso istante di valutazione s .
- ▶ Il significato segnaletico dell'indice è meno immediato del Debt Service Cover Ratio anche se la sua interpretazione è alquanto simile.

Le fonti di copertura del fabbisogno finanziario: l'equity

- ▶ Il ruolo dell'equity nelle fasi iniziali dell'operazione è di notevole rilievo in quanto:
 - consente di sostenere e finanziare le fasi di progettazione, di studio e di analisi della fattibilità fino alla predisposizione della pianificazione finanziaria da sottoporre ai finanziatori;
 - attribuisce al progetto un maggior grado di "bancabilità".

Le fonti di copertura del fabbisogno finanziario: il mezzanine finance

- ▶ Il mezzanine finance si caratterizza per il fatto che il suo rimborso viene attuato dopo il soddisfacimento del debito senior: in sostanza i flussi di cassa operativi vengono immediatamente destinati al servizio del debito non subordinato, poi a quello del subordinated loan e infine al pagamento dei dividendi agli sponsor.

Le fonti di copertura del fabbisogno finanziario: il debito

- ▶ Le diverse forme di finanziamento a titolo di debito possono essere classificate ricorrendo a vari parametri:
 - a) modalità di erogazione;
 - b) valuta di denominazione;
 - c) struttura del finanziamento;
 - d) garanzie a supporto del finanziamento;
 - e) modalità di remunerazione del finanziamento;
 - f) modalità di utilizzo dei fondi da parte della SPV.

Il rifinanziamento e la rinegoziazione delle condizioni

- ▶ Il rifinanziamento può essere distinto in due categorie:
 - soft refinancing (waiver): non comporta modifiche della leva finanziaria;
 - hard refinancing.

L'analisi di sensitività

- ▶ Le variabili poste alla base del flusso di cassa operativo sono state determinate avvalendosi di alcune assunzioni (assumptions) dal cui verificarsi dipenderà il successo dell'iniziativa.
- ▶ Si rende necessario effettuare una serie di test per valutare il comportamento del progetto al variare di alcune delle assumptions contenute nel base case.
- ▶ A tal fine si possono generare diversi scenari ciascuno dei quali mostrerà la performance del progetto al variare di una serie più o meno ampia di parametri (scenario analysis).

I finance documents

▶ I finance documents comprendono:

- i documenti mediante i quali gli sponsor conferiscono incarico a uno o più arrangers di organizzare il finanziamento;
- il credit agreement;
- i security documents, che rappresentano il pacchetto delle garanzie reali concesse in relazione al finanziamento;
- l'intercreditor agreement;

CONTINUA

I finance documents

- documenti collegati al credit agreement, quali le lettere di commissioni;
- gli equity contributions agreements;
- altri documenti relativi al finanziamento del progetto;
- gli hedging agreements; e
- i direct agreements.

Il credit agreement

- ▶ Il credit agreement costituisce il documento nel quale vengono fissate tutte le condizioni contrattuali del finanziamento:
 1. tassi di interesse;
 2. commissioni da riconoscere ai partecipanti al sindacato;
 3. scadenza del prestito;
 4. costituzione di conti di riserva (reserve accounts);
 5. giurisdizione competente per la soluzione delle controversie.
- ▶ Il credit agreement in un'operazione di project finance definisce le condizioni necessarie per l'erogazione dei fondi (conditions precedent), le covenants a carico del prenditore, i cosiddetti events of default e i rimedi a favore dei creditori in caso della loro manifestazione.